BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

January 2013

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.

Highlights

- The global economic outlook is slightly weaker than projected in October, although global tail risks have diminished.
- The slowdown in the Canadian economy in the second half of 2012 was more pronounced than anticipated and economic activity is expected to be more restrained. The economy is now forecast to return to full capacity in the second half of 2014.
- Following an estimated 1.9 per cent in 2012, the economy is expected to grow by 2.0 per cent in 2013 and 2.7 per cent in 2014.
- Total CPI inflation is expected to remain around 1 per cent in the near term before rising gradually, along with core inflation, to the 2 per cent target in the second half of 2014.
- On 4 December 2012 and 23 January 2013, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

The global economic outlook is slightly weaker than the Bank had projected in October. At the same time, global tail risks have diminished. The economic expansion in the United States is continuing at a gradual pace, restrained by ongoing public and private deleveraging, global weakness and uncertainty related to fiscal negotiations. Despite a marked improvement in peripheral sovereign debt markets, Europe remains in recession, with a somewhat more protracted downturn now expected than in October. Growth in China is improving, though economic activity has slowed further in some other major emerging economies. Supported by central bank actions and by positive policy developments in Europe, global financial conditions are more stimulative. Commodity prices have remained at historically elevated levels, though temporary disruptions and persistent transportation bottlenecks have led to a record discount on Canadian heavy crude.

In Canada, the slowdown in the second half of 2012 was more pronounced than the Bank had anticipated, owing to weaker business investment and exports. Caution about high debt levels has begun to restrain household spending. The Bank expects economic growth to pick up through 2013. Business investment and exports are projected to rebound as foreign demand strengthens, uncertainty diminishes and the temporary factors that have weighed on resource sector activity are unwound. Nonetheless, exports should remain below their pre-recession peak until the second half of 2014 owing to a lower track for foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar. Consumption is expected to grow moderately and residential investment to decline further from historically high levels. The Bank expects trend growth in household credit to moderate further, with the debt-to-income ratio stabilizing near current levels.

Relative to October, Canadian economic activity is expected to be more restrained. Following an estimated 1.9 per cent in 2012, the economy is expected to grow by 2.0 per cent in 2013 and 2.7 per cent in 2014. The Bank now expects the economy to reach full capacity in the second half of 2014, later than anticipated in October.

Core inflation has softened by more than the Bank had expected, with more muted price pressures across a wide range of goods and services, consistent with the unexpected increase in excess capacity. Total CPI inflation has also been lower than anticipated, reflecting developments in core inflation and weaker-than-projected gasoline prices. Total CPI inflation is expected to remain around 1 per cent in the near term before rising gradually, along with core inflation, to the 2 per cent target in the second half of 2014 as the economy returns to full capacity and inflation expectations remain well-anchored.

While global tail risks have diminished as a result of a series of actions by European and American authorities, the inflation outlook in Canada is still subject to significant risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected growth in the U.S. economy, higher Canadian exports and renewed momentum in Canadian residential investment.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, more protracted weakness in business investment and exports in Canada, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

Reflecting all of these factors, on 23 January the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. While some modest withdrawal of monetary policy stimulus will likely be required over time, consistent with achieving the 2 per cent inflation target, the more muted inflation outlook and the beginnings of a more constructive evolution of imbalances in the household sector suggest that the timing of any such withdrawal is less imminent than previously anticipated.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth[b] (per cent)			
		2011	2012	2013	2014
United States	19	1.8 (1.8)	2.3 (2.1)	2.1 (2.3)	3.1 (3.2)
Euro area	14	1.5 (1.5)	-0.4 (-0.5)	-0.3 (0.4)	0.8 (1.0)
Japan	6	-0.5 (-0.7)	2.0 (2.2)	1.0 (1.0)	1.2 (1.1)
China	14	9.3 (9.3)	7.8 (7.6)	7.8 (7.7)	7.7 (7.7)
Rest of the world	47	4.3 (4.3)	3.1 (3.2)	3.0 (3.1)	3.5 (3.3)
World	100	3.9 (3.8)	3.0 (3.0)	2.9 (3.1)	3.5 (3.5)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011.
Source: IMF, *World Economic Outlook*, October 2012

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2012 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada[a]

	2011	2012				2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	2.1 (2.1)	1.7 (1.8)	1.7 (1.9)	0.6 (1.0)	1.0 (2.5)	2.3 (2.6)	2.7 (2.6)	2.9 (2.6)	2.9 (2.5)	2.8 (2.3)	2.8 (2.2)	2.5 (2.2)	2.3 (2.2)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.2 (2.2)	2.8 (2.9)	1.5 (1.7)	1.2 (1.8)	1.4 (2.0)	1.6 (2.2)	2.2 (2.5)	2.7 (2.5)	2.8 (2.5)	2.8 (2.4)	2.7 (2.3)	2.6 (2.2)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	1.5 (1.5)	1.3 (1.6)	1.4 (1.7)	1.4 (1.8)	1.7 (2.1)	1.9 (2.1)	1.9 (2.1)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.6)	2.4 (2.4)	1.6 (1.6)	1.2 (1.2)	1.1 (1.5)	0.9 (1.4)	1.1 (1.4)	1.5 (1.7)	1.8 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.5)	2.2 (2.2)	1.4 (1.4)	1.1 (1.1)	1.0 (1.4)	0.9 (1.4)	1.2 (1.5)	1.6 (1.8)	1.9 (2.1)	1.9 (2.1)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI[b] (level)	94 (94)	103 (103)	93 (93)	92 (92)	88 (92)	94 (93)	95 (94)	95 (94)	95 (94)	94 (93)	93 (92)	92 (92)	92 (91)
Brent[b] (level)	109 (109)	118 (118)	109 (109)	109 (109)	110 (113)	111 (112)	109 (110)	108 (108)	106 (107)	104 (105)	103 (104)	102 (102)	101 (101)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2012 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 18 January 2013.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

©2013 Bank of Canada ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Sommaire

Janvier 2013

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada.

Faits saillants

- Les perspectives économiques mondiales sont légèrement plus faibles que celles projetées en octobre, même si les risques extrêmes ont diminué à l'échelle du globe.
- Le ralentissement de l'économie canadienne observé au second semestre de 2012 a été plus prononcé qu'anticipé et l'activité économique devrait être plus contenue. On prévoit maintenant que l'économie se remettra à tourner à plein régime au second semestre de 2014.
- Après avoir progressé de 1,9 % en 2012 selon nos estimations, l'économie devrait croître de 2,0 % en 2013 et de 2,7 % en 2014.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme avant de remonter graduellement, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % au second semestre de 2014.
- Le 4 décembre 2012 et le 23 janvier 2013, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

Les perspectives économiques mondiales sont légèrement plus faibles que celles projetées par la Banque en octobre. Parallèlement, les risques extrêmes ont diminué à l'échelle du globe. La croissance se poursuit à un rythme graduel aux États-Unis, étant restreinte par le désendettement en cours dans les secteurs public et privé, la faiblesse de l'économie mondiale et l'incertitude entourant les négociations budgétaires. Malgré une nette amélioration sur les marchés des titres souverains des pays périphériques, l'Europe demeure en récession, et on s'attend maintenant à ce que le ralentissement se prolonge un peu plus qu'anticipé en octobre. La croissance se raffermit en Chine, mais l'activité a encore ralenti dans d'autres grandes économies émergentes. Soutenues par les actions menées par les banques centrales et l'évolution positive des politiques en Europe, les conditions financières mondiales sont plus expansionnistes. Les prix des produits de base sont restés à des niveaux historiquement élevés, quoique des perturbations temporaires et la congestion persistante des infrastructures de transport aient porté les décotes du pétrole brut lourd canadien à des niveaux records.

Au Canada, le ralentissement de l'économie observé au second semestre de 2012 a été plus prononcé que la Banque ne l'avait anticipé, du fait que les investissements des entreprises et les exportations ont été plus faibles. La prudence à l'égard des niveaux d'endettement élevés a commencé à avoir pour effet de restreindre les dépenses des ménages. La Banque prévoit que la croissance économique se redressera au cours de 2013.

Les investissements des entreprises et les exportations devraient rebondir, alors que la demande étrangère se raffermira, que l'incertitude diminuera et que les facteurs temporaires qui ont pesé sur l'activité dans le secteur des ressources se dissiperont. Les exportations devraient néanmoins demeurer en deçà de leur sommet d'avant la récession jusqu'au second semestre de 2014, en raison de la trajectoire inférieure de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien. La consommation devrait progresser à une cadence modérée et l'investissement résidentiel continuer à reculer par rapport aux niveaux historiquement élevés qu'il a atteints. La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages fléchisse encore, le ratio de la dette au revenu se stabilisant près des niveaux actuels.

Comparativement aux projections d'octobre, l'activité économique au Canada devrait être plus contenue. Après avoir progressé de 1,9 % en 2012 selon nos estimations, l'économie devrait croître de 2,0 % en 2013 et de 2,7 % en 2014. La Banque prévoit maintenant que l'économie atteindra sa pleine capacité au deuxième semestre de 2014, soit plus tard qu'anticipé en octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi plus que la Banque ne l'avait envisagé, étant donné les pressions moins marquées sur les prix de toute une gamme de biens et de services, ce qui cadre avec la hausse inattendue de la marge de capacités inutilisées. L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été plus basse qu'anticipé, en raison de l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des prix de l'essence moins élevés qu'escompté. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme avant de remonter graduellement, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % au second semestre de 2014, alors que l'économie retourne à son plein potentiel et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Bien que les risques extrêmes à l'échelle mondiale aient diminué par suite d'une série de mesures prises par les autorités européennes et américaines, des risques importants continuent de peser sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que la croissance de l'économie des États-Unis soit plus forte que prévu, que les exportations canadiennes soient plus élevées et que l'investissement résidentiel au Canada affiche un dynamisme renouvelé.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une faiblesse prolongée des investissements des entreprises et des exportations canadiennes, et à la possibilité que la progression des dépenses des ménages canadiens soit plus faible.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 23 janvier, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Bien qu'une réduction modeste de la détente monétaire sera probablement nécessaire au fil du temps, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %, les perspectives plus modérées en matière d'inflation et l'amorce d'une évolution plus constructive des déséquilibres dans le secteur des ménages laissent entrevoir qu'une telle réduction est moins imminente que prévu auparavant.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2011	2012	2013	2014
États-Unis	19	1,8 (1,8)	2,3 (2,1)	2,1 (2,3)	3,1 (3,2)
Zone euro	14	1,5 (1,5)	-0,4 (-0,5)	-0,3 (0,4)	0,8 (1,0)
Japon	6	-0,5 (-0,7)	2,0 (2,2)	1,0 (1,0)	1,2 (1,1)
Chine	14	9,3 (9,3)	7,8 (7,6)	7,8 (7,7)	7,7 (7,7)
Autres pays	47	4,3 (4,3)	3,1 (3,2)	3,0 (3,1)	3,5 (3,3)
Ensemble du monde	100	3,9 (3,8)	3,0 (3,0)	2,9 (3,1)	3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

	2011	2012				2013				2014			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,1 (2,1)	1,7 (1,8)	1,7 (1,9)	0,6 (1,0)	1,0 (2,5)	2,3 (2,6)	2,7 (2,6)	2,9 (2,6)	2,9 (2,5)	2,8 (2,3)	2,8 (2,2)	2,5 (2,2)	2,3 (2,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,4 (2,4)	2,2 (2,2)	2,8 (2,9)	1,5 (1,7)	1,2 (1,8)	1,4 (2,0)	1,6 (2,2)	2,2 (2,5)	2,7 (2,5)	2,8 (2,5)	2,8 (2,4)	2,7 (2,3)	2,6 (2,2)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)	1,5 (1,5)	1,3 (1,6)	1,4 (1,7)	1,4 (1,8)	1,7 (2,1)	1,9 (2,1)	1,9 (2,1)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,6)	2,4 (2,4)	1,6 (1,6)	1,2 (1,2)	1,1 (1,5)	0,9 (1,4)	1,1 (1,4)	1,5 (1,7)	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,5)	2,2 (2,2)	1,4 (1,4)	1,1 (1,1)	1,0 (1,4)	0,9 (1,4)	1,2 (1,5)	1,6 (1,8)	1,9 (2,1)	1,9 (2,1)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI[b] (niveau)	94 (94)	103 (103)	93 (93)	92 (92)	88 (92)	94 (93)	95 (94)	95 (94)	95 (94)	94 (93)	93 (92)	92 (92)	92 (91)
Brent[b] (niveau)	109 (109)	118 (118)	109 (109)	109 (109)	110 (113)	111 (112)	109 (110)	108 (108)	106 (107)	104 (105)	103 (104)	102 (102)	101 (101)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 janvier 2013.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

©2013 Banque du Canada ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)